

Barometr Inwestycyjny Xelion



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Zespołu Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Michał Kozak,
Makler Papierów Wartościowych

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Sierpień 2024 r. przyniósł na globalnych rynkach akcji prawdziwą huśtawkę nastrojów. Rozpoczął się od panicznej wyprzedzaży i wzrostu VIX (tzw. indeks strachu) do poziomów nie widzianych od czasu pandemii COVID, zakończył w okolicy historycznych szczytów S&P 500. **Wprawdzie twierdziliśmy przed miesiącem, że sytuacja przynajmniej tymczasowo się poprawi, a zachowanie w szczególności giełdy japońskiej jest nieracjonalne, ale skala późniejszych zwyżek była dla nas zaskoczeniem.** Sama bliskość lipcowych maksimów sprawia, że nie można wykluczyć ich naruszenia, nie zmieniamy natomiast opinii, że nie znajduje ona uzasadnienia w przebiegu sezonu wynikowego i napływających danych ekonomicznych. Wyceny wskaźnikowe są skrajnie wysokie, rynek przeszacowuje również naszym zdaniem skłonność do gwałtownych obniżek stóp ze strony Fed. W naszym scenariuszu bazowym (S&P 500 kończy rok na poziomach 5200-5800 pkt.) nie widzimy miejsca na więcej niż trzy ruchy po 25 pb., cztery i więcej byłyby zapewne powiązane ze znacznym wzrostem ryzyk bessy i recesji. **Gwałtowny wzrost rynkowych wycen prawdopodobieństwa cięcia o 50 pb po sesji 03.09 jest w naszej ocenie myśleniem życzeniowym, podobnie jak sierpniowe tezy o awaryjnych obniżkach po jednych złych danych z rynku pracy.**

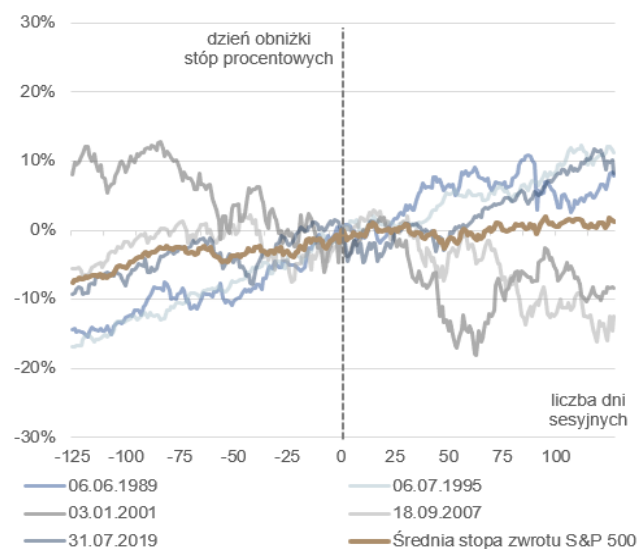
Uważamy, że najbliższe miesiące przyniosą realizację scenariusza „miękkiego lądowania” w USA, połączonego z okresowymi obawami o cenotwórcze znaczenie AI dla rynków akcji, które będą wywoływały okresowe rotacje z sektora technologicznego w inne segmenty rynku. **Ubiegły, słaby w naszej ocenie sezon wynikowy, był niezły m.in. w wykonaniu przemysłu i sektora finansowego, ale najlepiej prezentował się sektor ochrony zdrowia.** Już znalazło to odzwierciedlenie w jego zachowaniu, ale pojawia się coraz więcej argumentów za tezą, że m.in. dzięki AI może on wyróżniać się także w kolejnych latach. Gorzej wyglądają perspektywy dla szerokiego rynku, obecnie wyceniony jest naszym zdaniem scenariusz „braku lądowania”, spodziewamy się kolejnych epizodów gwałtownego wzrostu awersji do ryzyka, gdy widmo recesji będzie robić się wyraźniejsze.

Co ważne, w średnim terminie nie musi mieć to poważniejszych konsekwencji, w szczególności, gdy portfel akcji zostanie zabezpieczony polskim lub zagranicznym długiem skarbowym o wysokiej duracji. W dobie spadającej globalnie inflacji całkowicie realny jest w ciągu kilkunastu najbliższych 12 miesięcy scenariusz odwrotny do tego, który widzieliśmy w roku 2022—jednoczesny wzrost wycen długoterminowych obligacji skarbowych i akcji. Sensownym narzędziem dywersyfikacji pozostaje także złoto, które w naszej ocenie może zakończyć rok na poziomie nawet 2700 \$/oz.

Wrzesień jest zdecydowanie najgorszym miesiącem roku na globalnych rynkach akcji, ale skala przecen z ostatnich trzech lat na większości rynków (4-10%) bardzo odbiega od długoterminowych statystyk. Jeżeli jednak podobne spadki powtórzą się w tym roku, czego nie wykluczamy, będą mogły tworzyć potencjalną okazję do kupna (niekoniecznie już w październiku). Stosując inne analogie warto zaznaczyć, że **choć pierwsze fazy cykli obniżek stóp procentowych nie prezentują się z perspektywy stóp zwrotu najlepiej w ujęciu zagregowanym, wynika to głównie z faktu, że w wielu wypadkach mają miejsce u progu lub nawet w trakcie recesji.** Gdy do nich nie dochodziło, stopy zwrotu po pierwszych 3,6 i 12 miesiącach były niemal bez wyjątków dodatnie (choć nawet w tych wypadkach często decyzję Fed poprzedzała wyprzedzaż akcji).

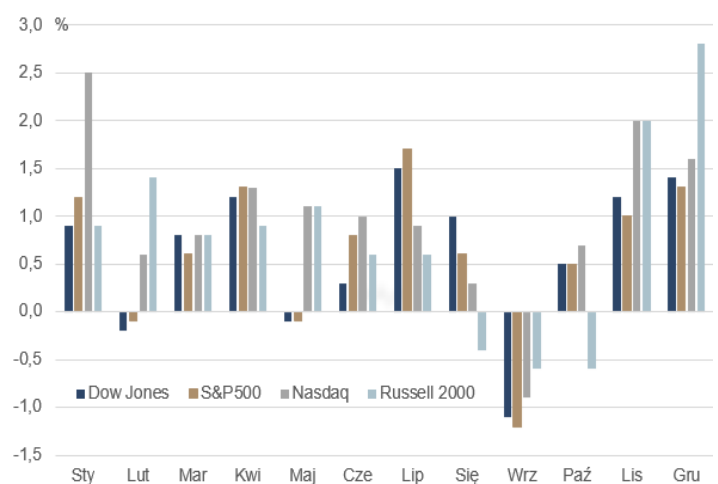
Co najważniejsze, szeroko rozumiany rynek obligacji zawsze przynosi zyski w trakcie cyklu obniżek w USA, w niektórych przypadkach tracą tylko jego wybrane segmenty, zazwyczaj tymczasowo i tylko w przypadku poważnych recesji (np. Wielki Kryzys Finansowy 2008-09). **Wrzesień z kolei jest jednym z najlepszych statystycznie miesięcy na rynku złota,** które od 1985 r. zyskiwało w jego trakcie przeciętnie 0,67%. Alternatywy dla akcji na rynku funduszowym jak najbardziej istnieją, do długoterminowych prawidłowości też warto mieć dystans, szczególnie, że dotychczasowe tegoroczne korekty (kwietniowa i lipcowo-sierpniowa) się w nie wpisywały. Zarysowany przez nas na początku roku scenariusz spadków w 3Q2024 i mocnej końcówki roku po wyborach w USA stał się obecnie niezwykle konsensusowy, a to zazwyczaj tworzy pole do niespodzianek. **Sugerujemy, by w decyzjach inwestycyjnych kierować się w najbliższych miesiącach przede wszystkim bieżącymi poziomami wycen akcji, dopuszczając poważnie możliwość wystąpienia trendu bocznego.**

Wyniki S&P 500 6-miesiące przed i po obniżce stóp procentowych



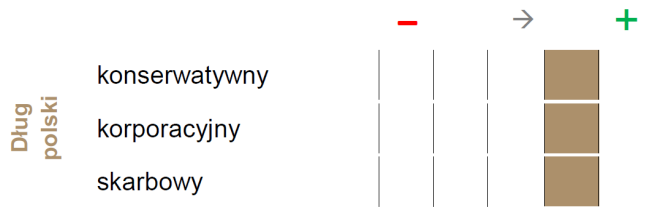
Źródło: stooq, 03.09.2024 r.

Średnie stopy zwrotu w danym miesiącu dla największych indeksów w USA*



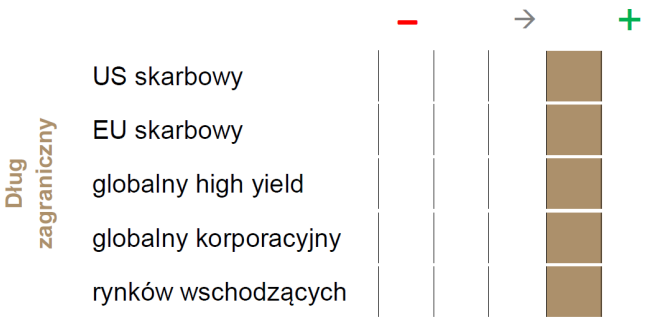
* Średnie wyliczane od początku działania indeksów: Nasdaq od 1971 r., Russell 2000 od 1987 r., Dow Jones od 1897 r. i S&P 500 od 1928 r.

Pogląd na segmenty rynkowe



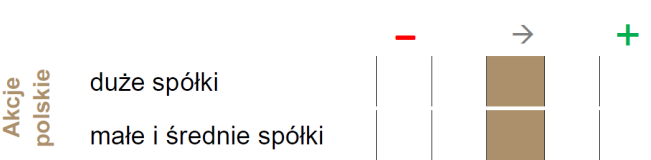
Sierpień zapowiadał się na kolejny świetny miesiąc dla funduszy obligacji długoterminowych, które zgodnie z zarysowaną przez nas w lipcu tezą inwestycyjną powinny prezentować się w drugim półroczu najlepiej, ale **okołobudżetowe zamieszanie w końcówce miesiąca mocno odbiło się na ich notowaniach**. Wystrzał rentowności polskich papierów dłużnych okaże się w naszej ocenie krótkotrwały, **każdy ruch 10-latek w okolice 5,50% tworzy naszym zdaniem okazję do kupna**.

Nie oznacza to bynajmniej, że nie uważamy wciąż za dobrą inwestycję krajowego długu krótkoterminowego (korporacyjnego i skarbowego). **Niewiele widzimy aktywów, które mają w naszej ocenie szansę osiągnąć lepsze stopy zwrotu ważone ryzykiem niż fundusze z tych grup.**

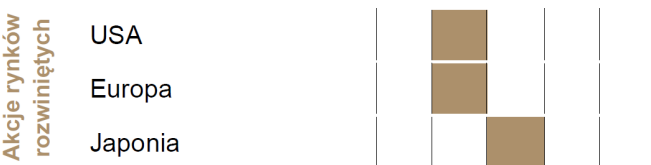


Spadek rentowności na świecie i słaby dolar sprawiły, że fundusze obligacji zagranicznych notowały w sierpniu nawet dwuprocentowe stopy zwrotu, uzasadniając naszą wiarę w tę klasę aktywów. Wprawdzie umocnienie amerykańskiej waluty w końcówce miesiąca odbiło się w notowaniach przynajmniej części z nich, ale zakładamy, że jej zachowanie w ostatnich czterech miesiącach roku będzie raczej sprzyjające—scenariusz łagodzenia polityki pieniężnej bez recesji jest pozytywny dla każdej z wyróżnianych przez nas podgrup.

Selekcja rozwiązań jest kwestią indywidualnych preferencji oraz skali obaw o ewentualne pogorszenie sytuacji w amerykańskiej gospodarce. Im są one większe, tym ważniejszą rolę w portfelach powinny pełnić dług skarbowy długoterminowy, głównie amerykański. Świetne stopy zwrotu wciąż są jednak dostarczane przez najwyższą przez nas ocenianą fundusze obligacji korporacyjnych/high yield, a sytuacja ta nie powinna ulec zmianie, o ile potwierdzi się nasza teza o braku recesji w USA.



Sierpień był w ujęciu relatywnym dla warszawskiej giełdy znacznie lepszym miesiącem niż lipiec, ale ani zmiana jej zachowania ani bieżące poziomy wycen nie są na tyle atrakcyjne, by zakładać, że będzie się ona znacząco wyróżniać w przypadku szerokiej przeceny na globalnym rynku akcji, szczególnie, że sezon wynikowy miał dość mieszany przebieg. Uważamy, że jest zbyt wcześnie, by ponownie dawać sygnał do przeważania lokalnego rynku, mimo że nasze długoterminowe nastawienie do niego jest pozytywne.

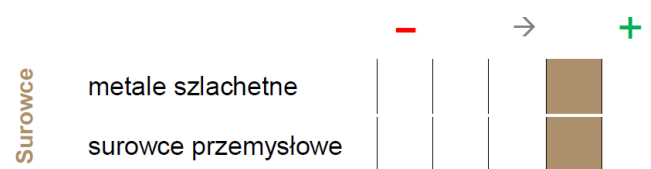


Miesiąc temu zmieniliśmy radykalnie ocenę akcji japońskich na pozytywną, ale okazała się ona mało transakcyjna z perspektywy funduszowej—dzień po publikacji Barometru Nikkei rośło o ponad 10%, obecnie odrobiło większość strat z początku sierpnia. Obniżamy zatem ocenę do neutralnej, wciąż wyższej niż dla USA i Europy. Ta ostatnia wydaje nam się permanentnie nieciekawa, **na rynku amerykańskim oczekujemy urealnienia wycen, które stałyby się w naszej ocenie naprawdę atrakcyjne w przypadku spadku S&P 500 o 10-15%.**



Wrzesień jest ostatnim miesiącem, w którym będziemy oczekiwali na większe działania chińskich władz w celu stymulacji gospodarki. Jeżeli do nich nie dojdzie, pomimo wciąż niezwykle niskich wycen, zdecydujemy się przejść ponownie w inne segmenty rynków wschodzących, co ma także związek z naszymi obawami o zachowanie tamtejszego rynku w okresie bezpośrednio poprzedzającym wybory w USA (możliwość zaostrzenia retoryki obojga kandydatów na prezydenta).

Wciąż rewelacyjnie zachowują obecne w naszych portfelach od długiego czasu rynki graniczne. Ich miejsce pozostaje na razie niezagrożone, szczególnie, że jest to grupa, której powinna silnie sprzyjać deprecjacja dolara.



Ceny złota naruszyły w sierpniu poziom 2500 \$/ou., w naszej ocenie wkrótce zadomowią się powyżej tej granicy na długo. Wrzesień jest zazwyczaj dobrym miesiącem dla kruszcu, który powinien być wspierany również przez spadki rentowności obligacji i dolara. **Wciąż wierzymy w srebro, które jest obecnie notowane na nadzwyczaj korzystnych na tle złota poziomach, głównie za sprawą złego zachowania miedzi i obaw o popyt przemysłowy.**

Surowce przemysłowe nie mają dobrej passy, a pomimo, że zakładamy wzrosty ich cen, nie uważamy, by były lepszym narzędziem do dywersyfikacji niż kruszec, ich potencjalne stopy zwrotu ważone ryzykiem nie wyglądają z kolei specjalnie atrakcyjnie na tle obligacji. Nie widzimy na razie dla nich miejsca w portfelach.



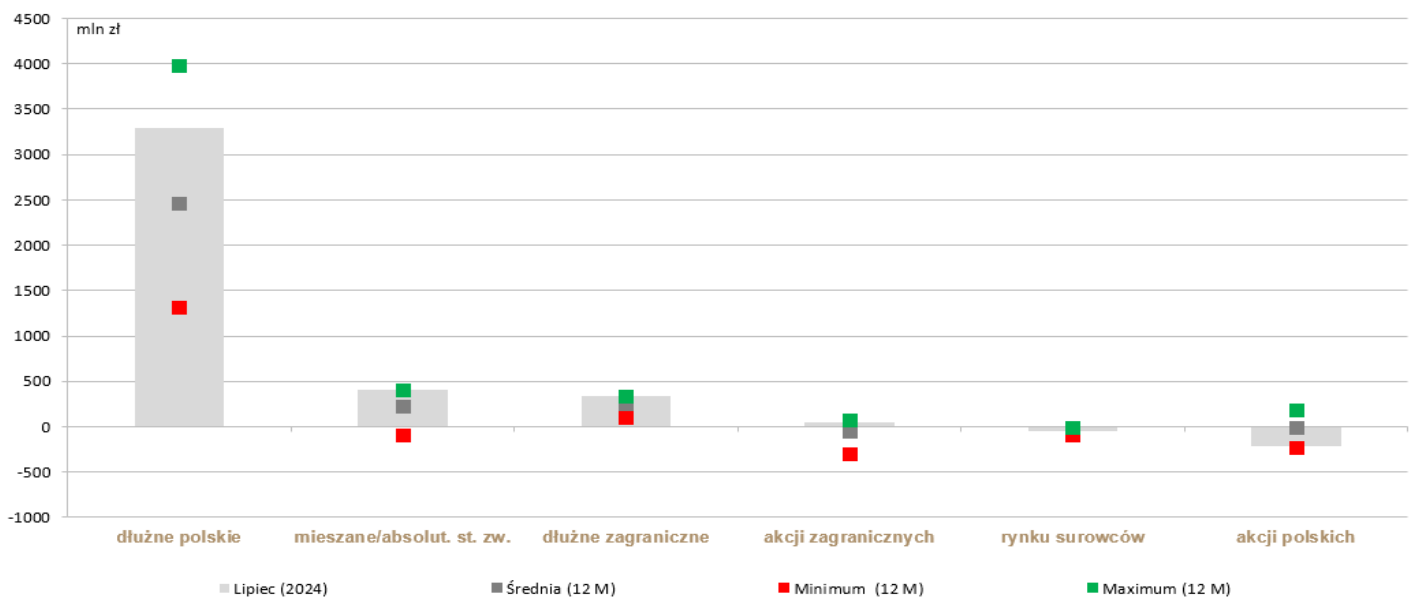
W trakcie sierpnia niemal zrealizowały się nasze prognozy walutowe na koniec roku (1,12 na kursie EURUSD i 3,80 na kursie USDPLN). Później nastąpiła dość wyraźna korekta dolara, ale wraz z obniżkami stóp powinniśmy ponownie zmierzać w tym samym kierunku. Nie planujemy rewizji prognoz w górę nawet w przypadku ponownego wyraźnego osłabienia amerykańskiej waluty, dokonamy jej najwcześniej na początku grudnia, gdy znany będzie wynik wyborów prezydenckich.

*Rynki graniczne z reguły są mniejsze, mniej rozwinięte i trudniej dostępne niż rynki wschodzące, ale niejednokrotnie charakteryzują się wysokim potencjałem długoterminowym. Do krajów granicznych można zaliczyć m.in.: Bahrajn, Kazachstan, Nigerię, Pakistan, Wietnam.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	0,51%	1,57%	6,58%	10,71%	3,79%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0,62%	1,89%	7,92%	13,16%	4,77%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0,47%	1,52%	6,18%	12,00%	3,73%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	1,15%	3,38%	7,19%	1,53%	3,31%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-0,85%	0,96%	1,42%	-7,14%	1,63%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	0,48%	3,17%	3,38%	-13,03%	1,58%
papierów dłużnych globalnych High Yield	1,04%	2,59%	6,40%	2,27%	3,58%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	1,39%	3,28%	7,38%	6,10%	3,95%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0,96%	2,83%	6,01%	-3,27%	2,29%
papierów dłużnych rynków wschodzących	2,72%	4,63%	10,02%	-2,98%	4,66%
akcji polskich uniwersalne	1,81%	-0,92%	21,52%	21,67%	9,19%
akcji polskich małych i średnich spółek	1,85%	-0,87%	20,46%	19,61%	11,00%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	2,65%	2,37%	16,24%	6,00%	9,90%
akcji amerykańskich	2,07%	4,75%	17,45%	9,01%	12,25%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	1,70%	0,97%	11,38%	8,34%	7,67%
akcji europejskich rynków wschodzących	1,32%	1,03%	20,56%	29,06%	10,14%
akcji globalnych rynków wschodzących	1,87%	1,52%	9,18%	-9,45%	6,66%
akcji azjatyckich bez Japonii	1,02%	-0,58%	-0,12%	-27,50%	4,80%
akcji tureckich	-10,88%	-11,76%	-1,40%	68,38%	16,93%
ryнку surowców - metale szlachetne	3,41%	0,74%	20,69%	3,85%	17,86%
ryнку surowców pozostałe	0,94%	-6,06%	-1,19%	12,70%	1,23%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0,81%	0,97%	7,47%	4,34%	3,77%
mieszane polskie	1,00%	1,08%	10,44%	10,04%	4,29%
mieszane zagraniczne	1,24%	2,74%	9,89%	4,79%	5,63%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analizy.pl (stan na dzień 30.08.2024 r.)

Istotne informacje

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 000061809 („DI Xelion”). DI Xelion prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego i podlega nadzorowi tego organu. Wymagane przepisami prawa informacje o DI Xelion oraz świadczonych usługach, w tym o pełnej ofercie DI Xelion i pozostałych funduszach, ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub przed rozpoczęciem świadczenia usługi.

Niniejsze opracowanie:

- zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym;
- jest udostępniane w jednakowym brzmieniu wszystkim Klientom za pośrednictwem strony www.xelion.pl oraz za pośrednictwem systemu Platforma;
- nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego;
- nie zostało sporządzone na podstawie zlecenia ze strony Klienta ani w wykonaniu usług świadczonych na rzecz Klienta na podstawie umowy z DI Xelion;
- nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego ani nie stanowi rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w ramach tej usługi;
- nie stanowi również informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną, ani rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Materiał zawiera treści sporządzone niezależnie od dokonanej przez DI Xelion oceny indywidualnej sytuacji Klienta (m.in. poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego) oraz nie uwzględnia sytuacji finansowej, potrzeb, cech i celów inwestycyjnych Klienta.

Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani DI Xelion nie gwarantują jednak poprawności, kompletności i dokładności tych informacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem i oznacza, że inwestor może utracić część lub całość zainwestowanych środków. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynniki ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią wobec kogokolwiek zapewnień ani zobowiązań natury prawnej ze strony DI Xelion, nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez DI Xelion lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

Właścicielem i wydawcą materiału jest DI Xelion. Wszelkie prawa są zastrzeżone. Zabronione jest wykorzystywanie materiału w działalności gospodarczej innej niż działalność DI Xelion. Udostępnienie niniejszego materiału nie jest równoznaczne z przeniesieniem przez DI Xelion majątkowych praw autorskich do niniejszego materiału oraz nie stanowi udzielenia licencji do jego wykorzystywania. Zabroniona jest dekompozycja, dekompilacja, dezintegracja czy też zmiana struktury materiału.